基于代理成本理论假说的债务期限结构研究述评

易爱娣 吴泽福(博士)

(华侨大学工商管理学院 福建泉州 362021)

【摘要】本文基于代理成本理论假说,从债务期限结构选择与公司代理成本的关系和目前实证研究中债务期限结构选择与代理成本理论假说相悖的争议点两个方面梳理了文献,结果发现:我国目前大部分上市公司债务期限结构存在短期化现象,而公司成长机会指标对公司债务期限结构会产生什么样的影响,目前的研究尚未达成一致的认识。

【关键词】债务期限结构 代理成本理论假说 公司成长机会指标

近年来,随着西方财务学主流学派对企业价值治理问题的关注,债权的治理效应日益成为学术界研究的热点。与之对应的是,负债的激励效应也受到了人们的关注。通常,在其他条件不变的情况下,提高负债融资比率会增加经营者的持股比例,激励经营者科学、准确地做出经营决策,以免负债变成沉重的包袱;同时负债由于还本付息的硬约束,能促使经营者优化经营和投融资决策。然而,债务控制不当,会给企业带来难以估量的风险,其风险主要体现在债务的期限结构上。因为不同期限结构的负债对公司的治理效应有很大的区别,会影响到企业风险的大小和债务成本的高低,进而影响到企业代理成本水平。Famer(1990)认为,公司债务的期限结构反映了其为契约提供相关信息、监督和约束的意愿程度,不同的债务期限结构信息所产生的影响是不一样的。

关于企业债务期限结构的研究,最早可追溯到 1974 年 Stiglitz 提出的在完美市场假设下债务结构与企业价值无关的论断。而迈尔斯(Myers,1977)的《公司借款的决定因素》一文被认为是对债务期限结构进行系统研究的标志性文献。截至目前,相关研究主要集中在国外学术界,我国学者对这方面的研究则是近几年才兴起的。本文主要基于代理成本理论假说,对国内外学者关于债务期限结构选择与代理成本关系的研究文献进行梳理,并分析目前研究中存在的争议点,希冀此综述能对学者了解债务期限结构理论,并对正确运用债务期限结构理论进行公司治理有所借鉴。

一、关于债务期限结构的代理成本理论假说

公司治理包括股权治理与债权治理,因此从公司治理的 角度看,负债不仅是一种融资方式,更是一种治理手段,已成 为公司重要的财务决策行为。而债务期限结构的选择则是债 务融资最重要的决策之一,并有着强有力的理论支撑。目前有 代表性的债务期限结构理论包括代理成本理论、信号传递理 论、期限匹配理论和税收理论。而代理成本理论则成了继"企 业所有权与经营权分离"这一重要命题之后的又一个热点话 题,为此,笔者对代理成本理论假说中有关债务期限结构的观 点进行了梳理,主要有以下七个方面:

- 1. 投资不足与债务期限结构。投资不足问题是 Myers (1977)首先提出来的。投资不足是指盈利项目获得的收益在债权人和股东之间进行分配,债权人分享了大部分收益,以至于股东未能获得最低的正常收益,在这种情况下,尽管投资项目的净现值为正,但股东仍倾向于拒绝对这些项目进行投资的现象。Myers 通过一个简单的两个期间模型,将代理成本理论应用到债务期限结构选择的研究当中,并提出了制约投资不足问题的关键在于债务期限的长短,他认为,在投资项目预期效益较好而债务尚未到期的情况下进行投资决策,则不会出现投资不足的问题。
- 2. 投资过度与债务期限结构。投资过度问题是 Jensen (1986)提出来的。投资过度是指在投资项目的净现值小于零的情况下,投资项目的决策者仍实施投资的一种现象。Jensen 认为,当企业经营管理者拥有较多的自由现金流量时,容易产生将这部分自由现金投资于一些有损于股东利益但能扩大企业规模的新项目上的动机,以满足获取企业规模扩大所带来的各种金钱与非金钱收益的欲望,由此产生了过度投资的行为。而债务期限结构同样对抑制投资过度行为有着积极的作用。短期债务融资有利于削减企业的自由现金流收益,从而减小了经营者过度投资行为的空间。另外,短期债务的偿还压力还会增加企业破产的可能性,进而加强对企业经营管理者的经营激励,使其更有效地使用企业的资金。
- 3. 资产替代与债务期限结构。资产替代也是企业债务融资的代理成本之一。Jensen 和 Mecking(1976)认为股东和债权人之间会产生资产替代问题。资产替代是在企业股东因承担有限责任而将负债资金由低风险、低收益的投资项目转向高风险、高收益的投资项目的情况下产生的。这种资产替代的结果是:当高风险投资项目成功时,股东将获得大部分收益;而投资项目如果失败,则由债权人承担大部分成本。可见股东的损失有限而潜在的收益却无限,这必然导致债权人的资产流向股东,从而在股东与债权人之间产生代理成本。

4. 成长性与债务期限结构。Myers(1977)认为拥有较多增长期权的企业应使用期限较短的债务。Easter wood 和Kadapakkam,Barcklay 和Smith,Aydin Ozkan 等在实证研究中,证实了当一个公司具有较多成长机会时往往会拥有较多的短期负债,其结果是企业总体负债的平均期限较短,代理成本降低。Stulz(1990),Hart 和Moore(1995)认为,有较少增长期权的企业应发行更多的长期债券,因为长期债券在限制管理者随意性方面更有效。企业投资机会的变化对债务期限有直接效应,增长期权的增强可使企业增加使用短期债券;而更多的增长期权则会导致企业更低的财务杠杆。

5. 行业的管制与债务期限结构。Smith(1986)的研究表明,行业的管制对企业的债务期限结构有非常重要的影响。行业对资金管制严格、对债务控制很紧会直接制约企业经营管理者对投资的自由支配权,由此会减少长期债务产生的不良后果,从而降低债权的代理成本。

6. 企业规模与债务期限结构。Jililvand-harris(1984)从企业规模角度研究债务期限结构后认为,由于大企业拥有较多有形资产,其信息不对称问题与代理问题相对较小;且由于大企业通常需要较多的剩余资金,因此大企业较倾向于发行长期债券。而对于小企业而言,股东与债权人之间的代理问题(如风险转移、求偿权稀释等)更为严重,通常只能发行短期债券。由此得出结论:债务期限与企业规模呈正向关系。

7. 非金钱私人利益与债务期限结构。Hart 和 Moore (1994)认为,当企业的投资项目收益中存在着仅对企业的经营者有利的非金钱私人利益时,企业经营管理者有着明显的选择长期债务的动机;但他们同时认为,长期债务有可能抑制企业经营管理者的融资能力,当企业经营管理者的融资能力因大量的长期债务而受到抑制时,企业有可能无法实施净现值为正的投资项目,从而会产生投资不足问题。

二、基于代理成本理论假说的债务期限结构选择

1. 债务期限结构选择对企业债务治理的意义。总体来说,企业可以通过债务期限结构的选择来促使总代理成本最低化,从而提高债务的治理效应。而根据企业原有资产收益与进行再投资的成本效益的均衡,可选择不同债务期限结构,以实现企业不同发展阶段的最佳资金配置,避免投资不足或过度投资的问题。为此,国内学者纷纷采用不同的模型来解释债务期限结构选择对企业债务治理的意义。

陈耿、周军(2004)论述了债务期限结构的变化可以降低企业因道德风险引起的债务代理成本,并提出了一个债务代理成本对资本结构影响的模型。该模型表明:股权代理成本随着负债的增加而减少,而债权的代理成本则随着负债的增加而增加,在企业总代理成本最小时,对应的资本结构即为企业的最优资本结构;而在引入债务期限结构的影响后,通过债务期限结构的变动使债务的代理成本下降,并使企业在新的负债比率上重新找到平衡,这在经济上具有实际意义。

杨兴全(2004)运用公司时间线模型来分析短期债务融资 与长期债务融资的公司治理效应所带来的代理成本。他根据 样本公司所处的时间点,指出当企业可实现的清算价值大于 原有资产可产生的收益且短期债务较大时,清算将会发生,即短期债务大小与企业发生清算的可能性相关,而长期债务则处于较次要地位。而当资产价值高于清算价值时,企业的最优选择就是持续经营。比较新投资与其产生的收益的大小,再结合长期债务,做出企业是否应该放弃对新项目投资的决策。即长期债务的大小与企业新投资决策的可行性相关,优先的长期债务能够抑制经营者依赖现有资产的收益为无效投资进行融资的行为,从而阻止企业的无效扩张。

2. 债务期限结构与代理成本的关系。在阐述代理成本理 论假说与债务期限结构选择关系的基础上,我国不少学者纷 纷运用实证的方法,从公司规模和资产结构及公司治理角度 来研究债务期限结构与代理成本的关系。

肖作平、李孔(2004)以 1995 年前沪深两市两百多家非金融类上市公司为研究样本,采用各种回归技术对上市公司债务期限结构的影响因素进行论证,得出了我国上市公司债务期限结构以短期债务为主(近 89%的债务为短期债务)的结论,并验证了债务期限结构的代理成本理论假说。他们认为,具有较少成长机会、较少自由现金流量、资产期限长和规模大的公司一般会拥有更多的长期债务。具体而言,代表公司成长性变量的上市公司总资产的市场价值比账面价值(MV/BV)与债务期限结构显著负相关,这说明成长性好的上市公司大量使用短期债务以减少债务代理成本;而成长性的反向变量固定资产比率与债务期限结构显著正相关,从而支持了债务期限结构的代理成本理论假说。公司规模与债务期限结构显著正相关,说明大公司对长期债务的使用要多于小公司,与代理成本理论假说相一致。另外,行业特征因素也显著地影响我国上市公司对债务期限结构的选择。

而从公司治理角度来看,通过控股股东增加监督虽然在一定程度上抑制了管理者的自由度,但控股股东也具有产生私有控制收益而损害中小股东利益的动机,这种掠夺的发生增加了代理冲突,从而增加了代理成本。因此,应使用更多的短期债务以抑制控股股东的掠夺行为。肖作平、廖理(2008)结合我国制度背景,理论推演公司治理与债务期限水平之间的关系,并应用混合最小二乘法实证检验公司治理如何影响债务期限水平,结果表明:公司治理确实影响债务期限水平;中国制度背景下的上市公司,长期债务占总债务比重的均值各年仅为12.5%左右;内部人(管理者和控股股东)难以受到更严格的监督,产生较大的管理者壕沟效应,使得控股股东的机会主义行为难以受到限制,因而倾向于拥有较多的短期债务。反之,公司的治理水平越高,就会选择更少的短期债务,即公司治理与短期债务的使用之间存在替代效应。

三、债务期限结构的实证研究与代理成本理论的争议点

成长机会是检验债务期限结构与代理成本理论假说关系最重要的变量之一,也是目前最有争议的指标之一。Barclay、Smith(1995)研究表明,拥有成长机会越多的企业使用的长期债务越少。这一结论与 Myers (1977)提出的减少长期债务可以抑制企业投资不足问题的预测相一致。但 Stohs 和 Mauer,Mauer 和 Ott 认为公司的成长性不会影响负债的期限结构。

而我国学者的很多实证研究也表明,成长机会指标经常导致 债务期限结构选择与代理成本理论相左。

袁卫秋(2005)选择了汽车制造行业的上市公司作为研究对象进行多元回归分析,他用成长机会变量指标 MV/BV 来解释债务期限结构选择与代理成本理论的关系,结果并不符合回归模型的要求。罗旋、凌晨(2006)以我国电子制造业上市公司作为样本所进行的实证研究,结果同样存在成长机会指标与代理成本理论相悖的现象。杨兴全、宋惠敏(2006)也得出了企业的投资机会与企业的债务期限呈正方向变化的结论,与代理成本理论假说的结论相反。

上述学者实证研究所选取的样本均属于资本密集型行业的企业。由此,可以发现资本密集型行业企业的成长机会指标与代理成本理论相左的两个原因:一是由于特殊的国情和背景环境的影响,这些行业中的企业股权结构以国有股控股为主,企业普遍存在预算软约束问题,以致国有企业的融资决策较少受企业的债务期限结构的影响,管理层更倾向于追求短期业绩,与其他股东之间存在代理问题,与债权人之间存在利益冲突,资产替换问题较之投资不足问题更为突出。二是由于我国的证券市场尚不成熟,证券交易的非有效性和股票的非全流通性使得证券市场不能客观地反映企业的市场价值,所以也就不能毫无偏差地反映企业的成长性。

杨胜刚、何靖(2007)引入杠杆率因素对债务期限与成长机会之间的关系进行了研究。实证结果表明,虽然债务期限与债务杠杆之间呈正向变动关系,债务杠杆与成长机会之间呈反向变动关系,但债务期限与成长机会之间并不存在Myers从代理成本假说中导出的成长机会与债务期限的负相关关系。杨胜刚、何靖(2007)在后续研究中得出的结论是:在不考虑债务杠杆的条件下,现有的研究证据支持代理成本理论假说;而在债务杠杆和债务期限内生的假定条件下却不支持代理成本理论假说。这说明我国上市公司应对成长机会变化的工具是债务杠杆而不是债务期限,并指出其原因可能在于成长机会与债务期限之间存在机械的负相关关系,而两者是否一定存在 Myers(1977)从代理成本理论假说中导出的负相关关系,则与企业的财务实力等其他因素有关。

还有学者跨越国家界限研究了不同国家上市公司成长机会与债务期限结构的关系。周孝坤(2006)对影响中国、新加坡、泰国和马来西亚四个国家上市公司债务期限结构的实证研究表明,上市公司债务期限结构不仅与公司特征因素高度相关,而且与国家制度和经济环境因素密切相关。泰国公司经回归检验显示,成长机会与债务期限结构显著正相关,这与代理成本理论假说不一致。而在马来西亚和新加坡,成长机会似乎对公司债务期限结构没有影响。而我国公司总体而言,具有更多成长选择权的公司较少有长期债务。此研究还表明,在银行业规模较大的国家里,公司拥有更多的短期债务。由此也验证了马来西亚和新加坡两国成长机会对公司债务期限结构没有影响的结论。其原因可能与这两个国家上市公司的股权高度集中并且与银行关系非常密切有关,由此可充分地发挥银行的监督作用,从而更有效地降低代理成本。

四、总结

综观 20 世纪 90 年代以来兴起的基于代理成本理论假说 对公司债务期限结构问题的研究,主要有影响债务期限结构 公司特征因素的分析、基于公司治理视角的债务期限结构与 公司价值关系分析以及债务期限结构与代理成本之间的关系 分析等。主要研究方法是实证研究中常用的最小二乘法、逐步 回归法、多元回归模型及随机效应模型、对债务期限结构与各 解释变量进行横截面回归分析等。虽然目前研究已取得了一 定的成果,但是还存在以下几方面的不足:

首先,大部分国内研究缺乏对我国上市公司债务期限结构的制度背景分析。由于历史和体制等原因,西方关于公司债务期限结构的理论和实证结果在我国可能并不适用,即使要用,也得根据我国的国情做适当修改。目前国内学者在进行公司债务期限结构问题研究时,仅停留在发现研究结论不能支持代理成本假说的层面上,而真正结合我国转型经济下的国情深入分析原因的却很少,这就是为什么目前会有那么多的实证研究结果与代理成本理论结论相悖的原因。

其次,在研究内容上,缺乏多视角地对影响公司债务期限的因素及其与代理成本关系的比较分析,对于债务期限结构与公司价值关系也还未形成系统的研究框架。

再次,在研究方法上,大多采用静态框架下的分析方法,而缺乏动态变化视角的分析。然而公司债务期限结构决策在本质上是动态的,公司对债务期限结构的选择是个不断修正并趋于完善的动态过程,因此,采用动态研究框架下的分析方法对于研究债务期限结构与代理成本的关系更合理和更有意义。此外,任何微观背景下的研究都离不开通货膨胀、经济周期、利率等可观察或不可观察的宏观经济因素的影响,而目前关于债务期限结构与代理成本关系的研究尚未结合这些宏观经济因素形成系统分析,难免造成个别分析结果的偏差。这些应是今后继续深入研究的方向。

主要参考文献

- 1. Stiglitz, Joseph. On the irrelevance of corporate financial policy. American Economic Review, 1974;64
- 2. 王东清,李平.公司债务期限结构研究综述.财会月刊 (下),2009;3
- 3. 陈耿,周军.企业债务融资结构研究:一个基于代理成本的理论分析,财经研究,2004;2
- 4. 杨兴全.企业债务融资结构与公司治理.审计与经济研究,2004;7
- 5. 肖作平.上市公司债务期限结构影响因素分析.证券市场导报,2005;3
- 6. 李世辉, 雷新途. 两类代理成本、债务治理及其可观测 绩效的研究——来自我国中小上市公司的经验证据. 会计研究. 2008:5
- 7. 程建伟.上市公司债务期限短期化问题研究.经济理论与经济管理,2007;5
- 8. 袁卫秋. 债务期限结构的经济后果——来自我国上市公司的经验证据.财经论丛,2007;2